

“十一五”国家重点图书出版规划项目

财务管理经典译丛

Translation of the book in Financial Management Classics

Outperform with Expectations-Based Management

Approach to Creating
Extraordinary Value

Tom Copeland Aaron Dolgoff

基于预期的绩效管理(EBM)

(美) 汤姆·科普兰 亚伦·多戈夫 著

干胜道 主译

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

WILEY
wiley.com

© 东北财经大学出版社 2007

图书在版编目 (CIP) 数据

基于预期的绩效管理 / (美) 科普兰 (Copeland, T.), (美) 多戈夫 (Dolgoft, A.) 著; 干胜道译. —大连: 东北财经大学出版社, 2007. 8

(财务管理经典译丛)

书名原文: Outperform with Expectations-Based Management

ISBN 978-7-81122-088-9

I. 基… II. ①科… ②多… ③干… III. 企业管理: 人事管理 IV. F272.92

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 106964 号

辽宁省版权局著作权合同登记号: 图字 06-2006-30 号

Tom Copeland, Aaron Dlogoff: Outperform with Expectations-Based Management

Copyright © 2005 by Tom Copeland, Aaron Dlogoff, original ISBN 978-0-471-73875-6.

No part of this publication may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording, scanning or otherwise, except as permitted under Sections 107 or 108 of the 1976 United States Copyright Act, without either the prior written permission of the Publisher, or authorization through payment of the appropriate per-copy fee to the Copyright Clearance Center, Inc., 222 Rosewood Drive, Danvers, MA 01923, (978) 750-8400, fax (978) 750-4470, or on the web at www.copyright.com. Requests to the Publisher for permission should be addressed to the Permissions Department, John Wiley & Sons, Inc., 111 River Street, Hoboken, NJ 07030, (201) 748-6011, fax (201) 748-6008, or online at <http://www.wiley.com/go/permission>.

This translation published under license.

All rights reserved.

本书简体中文翻译版由约翰·威利父子有限公司授权东北财经大学出版社独家出版发行。未经授权的本书出口将被视为违反版权法的行为。未经出版者预先书面许可, 不得以任何方式复制或发行本书的任何部分。

版权所有, 侵权必究。

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

总编室: (0411) 84710523

营销部: (0411) 84710711

网址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连理工印刷有限公司印刷

东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 200mm × 270mm 字数: 392 千字 印张: 16 插页: 1

2007 年 8 月第 1 版

2007 年 8 月第 1 次印刷

责任编辑: 李智慧 石真珍

责任校对: 惠恩乐

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

ISBN 978-7-81122-088-9

定价: 34.00 元

内容提要



在当今残酷的商业环境中，预期应当作为谈论价值的基础。一些绩效超越预期的公司将会使股东的价值和财富得以增加；反之，绩效低于预期的公司则会在竞争中苦苦挣扎。

财务学教授汤姆·科普兰（Tom Copeland）和亚伦·多戈夫（Aaron Dolgoff）早就发现了绩效与预期的这种关系，这也是他们创立“基于预期的绩效管理”（EBM）的原因——这是一种能将绩效评价、管理决策及激励机制的设计与股东总回报（TRS）直接联系起来的的管理工具。

在《基于预期的绩效管理（EBM）》一书中，科普兰和多戈夫向管理者介绍了如何使用这种已被证实的方法来为股东创造和增加财富。但是，这本书并非只适用于那些认为设定预期目标能发挥重要作用的专业人士，对那些相信使用基本信息即可设定预期的投资者，以及对预测公司财务状况和发表投资建议的分析师们也同样适用。

本书分为三个部分，这样将有助于介绍 EBM 是如何解答许多与绩效有关的问题的。比如，什么是股价的驱动因子？应当怎样评价业务部门的绩效？怎样为管理人员设计激励机制？

第一部分通过分析传统绩效评价方法的主要缺陷，并提供能证明基于预期的绩效管理与市场调整后的股东总回报具有高度相关性的实证数据，从而为整本书构建了一个平台。

在第二部分，科普兰和多戈夫阐述了基于预期的绩效管理在以下几方面的具体运用：

- 评估和管理现有业务的绩效；
- 作出明智的资本支出决策；
- 通过资本的有效配置来创造价值；
- 与投资者进行沟通；
- 通过逆向设计公司的股票价格来了解市场对公司的预期；
- 设计以价值决策为中心的激励机制。

在第三部分，你将会从另外两个截然不同的角度——投资者以及将基于预期的绩效管理运用于公共政策——更多地了解本书主题。这部分还将对基于预期的绩效管理与最常用的基于价值的管理（VBM）体系进行一个全面的比较。

要在当今的商业竞争中得以生存，仅仅达到预期是不够的，你还必须超越预期。《基于预期的绩效管理（EBM）》一书将会告诉你如何才能达到和超越预期，甚至远不止这些！

主译者简介



干胜道 男，汉族，1967年生，安徽天长人，四川大学工商管理学院教授、博士生导师。1987年毕业于上海财经大学会计学系，获经济学学士学位；1990年和1998年分别获西南财经大学经济学硕士学位和博士学位。干教授一直在四川大学从事财务管理专业和会计学专业的教学与科研工作，1995年破格晋升为副教授，2000年晋升为教授，2003年被评为博士生导师。现任四川大学会计与财务研究所所长、四川大学金融研究所副所长，兼任中国会计学会理事、四川省会计学会常务理事、中国民主建国会中央委员、四川省政协委员，同时担任西南财经大学会计学专业博士生导师、广西民族大学荣誉教授、西南政法大学客座教授等，曾任成发科技和西藏矿业等多家上市公司独立董事。在《会计研究》、《审计研究》、《经济学家》、《光明日报》（理论版）等报刊发表论文140多篇，出版《所有者财务论》、《公司财务战略》、《企业融资财务》、《创业财务规划》、《企业资金安全性控制研究》等著作20部；主持国家自然科学基金项目2项，主持教育部课题1项；获得四川省科技进步二等奖1项，四川省哲学社会科学优秀科研成果二等奖1项、三等奖3项，中国会计学会年度优秀论文三等奖2项，四川省会计学会优秀科研成果一等奖5项，四川省财务成本研究会一等奖2项，四川省社会科学界联合会社科优秀成果奖3项，并被授予“四川省有突出贡献的优秀专家”、“四川省作出突出贡献的博士学位获得者”等荣誉称号。

干教授在学术界首次提出“所有者财务”范畴并构建了较为严密的理论体系，在财务分层监控、财务管理再造、财务质量评价和财务安全控制等领域取得了富有特色的科研成果。

译者前言



非常感谢东北财经大学出版社给我们提供翻译“价值管理大师”科普兰新著的机会。这本2005年在美国新泽西州的约翰·威利父子出版公司(John Wiley & Sons)出版的《基于预期的绩效管理(EBM)》，集中展示了作者汤姆·科普兰(Tom Copeland)博士和亚伦·多戈夫(Aaron Dolgoff)硕士在企业绩效评价方面的新思想。该书在对传统的绩效评价方法，如顶线增长(top-line growth)、底线增长(bottom-line growth)、顶线与底线双重增长、投入资本回报率(ROIC)、经济增加值(EVA)、平衡计分卡(balanced scorecards)等进行反思与批判的基础上，提出了“基于预期的绩效管理”(expectation-based management, EBM)新思想。作者认为，EBM是一种能将绩效评价、管理决策及激励设计与股东总回报(TRS)直接联系起来的管理工具。在此基础上，作者提出了梳理价值驱动因子、评价业务部门绩效、设计激励与薪酬方案等系统解决措施，这对于我国企业进行绩效评价和设计激励制度具有重要的指导价值。同时，该书将“预期”因素纳入绩效评价具有重要的理论价值。该书还提出了预算目标设定中“预期天梯”问题的解决方案，如何解决长期利益与短期增长的矛盾，如何在激励经营者中考虑风险酬金，如何进行内外部沟通以形成关于经营与财务的合理预期等。然而，由于我国资本市场起步晚，分析师等中介市场不够成熟，投资者关系管理刚刚进入人们视野，书中的一些观点、方法也许暂时不能完全适用于我国企业财务管理实践，但无疑具有启发性和借鉴价值。

我国企业的绩效评价在计划经济时代主要看重利税指标和短期利益，存在忽视成本(包括资本成本)、财务质量、可持续发展，以及鞭打快牛等问题。1999年财政部、国家经贸委、人事部和国家计委联合发布了《国有资本绩效评价规则》，评价主体是政府，评价指标分为定量指标和定性指标两部分，各占80%和20%。定量指标涉及财务效益状况(基本指标为净资产收益率和总资产报酬率)、资产运营状况、偿债能力状况和发展能力状况四方面。2002年我国对这一规则作了一些修订，将盈利质量等因素考虑在内，并每年建立行业标准值，以使绩效评价更加公正。然而，在绩效评价体系中始终难以考虑占用资本机会成本因素、长远发展因素、股票价格因素、行业差异因素等。国外的绩效评价方法从沃尔评分法、杜邦评价体系，到经济增加值、市场增加值，再到平衡计分卡，经历了不断完善的发展过程。这本新著更是将“预期”因素考虑在内，相信必将引起学术界和企业界的广泛关注！

从著作方面看，国内出版的绩效评价方面的专著有：魏明海的《管理激励和业绩评价的会计研究》(中国财政经济出版社，2006)，杜胜利的《企业经营绩效评价》(经济科学出版社，1999)；李苹莉的《经营者业绩评价：利益相关者模式》(浙江人民出版社，2001)；汪家奇的《业绩管理》(东北财经大学出版社，2002)，张涛的《企业绩效评价研究》(经济科学出版社，2003)；孟建民的《企业经营业绩评价问题研究》(中国财政经济出版社，2002)；潘飞的《管理会计应用与发展的典型案例研究：预算管理 with 绩效评估案例》(中国财政经济出版社，2002)。翻译的著作有：《有效的绩效评估》(王哲等译，Robert B. Maddux 原著)；《绩效评估手册》(王宾容等译，Brian Watling 原著)。本书体现了

绩效管理思想的新发展，值得学术界和企业界认真研究。

写到这里，我想起已故著名会计学家杨时展教授的一句名言：控制（指会计的控制职能）要使会计人员从数字的奴隶，成为数字的主人。的确，将预期因素纳入绩效管理将极大地推动企业的管理水平，使企业成为事前驾驭绩效数字的主人。相信本书的出版会为实务界加强绩效管理发挥重要的推动作用！

本书以四川大学工商管理学院的多位教师为主体合作翻译完成。第1、14章由四川大学工商管理学院教授、博士生导师干胜道翻译，第2、3、4章由西南财经大学金融学院副教授赵静梅翻译，第5、6、7章由四川大学工商管理学院副教授张庆昌翻译，第8、9、10章由四川大学工商管理学院讲师王黎华翻译，第11、12、13章由四川大学工商管理学院副教授钟朝宏翻译。最后由于胜道教授统筹定稿。在翻译过程中，四川大学工商管理学院会计专业研究生彭蓓、李林蔚、陈彦晶、陈秀娟、刘莲菲等做了大量的前期工作，西南交通大学副教授吴风云博士提出了不少意见和建议，在此表示感谢！虽然我们以前也合作翻译过《公司财务战略》等国外著作，翻译团队中多名成员具有国外留学经历，也有较好的专业理论基础，但由于时间、精力和水平有限，书中错漏之处在所难免，恳请同行专家及读者批评指正！

干胜道
2006年10月于成都

作者简介



汤姆·科普兰 (Tom Copeland) 现任顶尖管理咨询公司之一——摩立特集团 (the Monitor Group) 企业财务部名誉常务董事和麻省理工学院 (MIT) 斯隆管理学院 (Sloan School of Management) 高级讲师。他曾为世界上 3/4 的国家的 200 多家公司做过咨询，是价值评估方面的权威。他曾与蒂姆·科勒 (Tim Koller)、杰克·默林 (Jack Murrin) 合著《价值评估》(Valuation)^① 一书，与弗拉基米尔·安迪卡诺夫 (Vladimir Antikarov) 合著了《实物期权：业内人士指南》(Real Options: A Practitioner's Guide)^②。科普兰曾获约翰·霍普金斯大学 (Johns Hopkins University) 的经济学学士学位，沃顿商学院 (Wharton School) 工商管理专业财务学方向硕士学位，以及宾夕法尼亚大学 (University of Pennsylvania) 应用经济学博士学位。他还曾在加利福尼亚大学洛杉矶分校安德森商学院 (Anderson School of Management, UCLA)、纽约大学斯特恩商学院 (Stern School at NYU) 和哈佛大学商学院 (Harvard Business School) 任教。

亚伦·多戈夫 (Aaron Dolgoff) CRA 国际 (CRA International) 公司财务部副部长。他所从事的是与财务专业有关的诉讼及商业咨询方面的工作。多戈夫从事的行业极广，包括药品、农业、卡车制造、办公用品、医疗服务、消费品等。他曾获沃顿商学院 (Wharton School) 经济学学士学位，约翰·霍普金斯大学 (Johns Hopkins University) 国际关系硕士和经济学硕士双学位。

^① Valuation 一书由约翰·威利父子出版公司 (John Wiley & Sons) 出版。

^② Real Options: A Practitioner's Guide 由约翰·威利父子出版公司 (John Wiley & Sons) 出版。

前言



为什么要阅读本书？因为这本书将引导你的管理团队着眼于那些最有价值的东西，从而提升公司的绩效，即如何超越你们自己（如管理层）和市场（如投资者）的预期。我们揭示了预期变化对股东回报率的巨大影响——大致相当于盈余、盈余增长率、经济增加值（EVA[®]）、EVA 增长率^①这些指标对股东回报影响的十倍以上。我们还提出了如何借助基于预期的绩效管理^②（Expectation-Based Management, EBM[™]）来加强与潜在投资者的交流，如何制定内部绩效评价标准，以及如何借助它来重新定位战略。相信你会发现基于预期的绩效管理事实上是简单的、直接的、常识性的东西。你会像我们一样质疑它为什么没有在很早以前就成为每个经理的管理工具。甚至，许多人会发现基于预期的绩效管理的原理与实践在他们的管理实践活动中随处可见，这些做法常常看起来与现有系统格格不入，但经理们却坚信其正确性！

在 20 世纪 80 年代早期，太平洋控股公司（Pacific Holding Corporation）的创始人大卫·默多克（David Murdock）曾受加利福尼亚大学洛杉矶分校管理研究生院邀请作了一个公司财务方面的讲座，讲述他为何出资 2 亿美元购买卡农·密尔斯（Cannon Mills）公司的全部股权（而市场对该企业的估价仅为 1 亿美元，溢价高达 100%）并使其成为非上市公司。

卡农·密尔斯公司是一家高档家用白色纺织品制造商，产品有床单、浴巾等。这家公司位于北卡罗来纳州的卡农那不勒斯（Cannonapolis）小镇，由部分卡农（Cannon）家族成员持有股权。在不久前，该公司刚刚拒绝了另一收购请求。

听了这个故事，我们可以分辨出整个交易过程及后续事件中出现的各种预期。显然，市场整体的预期导致市场对卡农·密尔斯公司给出了 1 亿美元的估价。卡农家族成员的预期使他们拒绝了一个远高于 1 亿美元的出价。大卫·默多克的预期使他相信公司的价值超过 2 亿美元。

当天，大卫·默多克通过他的讲述让学生们了解到他对自己的预期有非常清楚的认识，无疑他比其他参与者的预期更站得住脚。简单来说，默多克具有更好的判断力和更好的理念。

他告诉学生们他先购买了超过 5% 的流通股份。依据《威廉法案》（Williams Act），他成为一名公司内部人并要对公众公开这一事实。这样默多克也获得了参观公司和查阅公司记录的权利。经过详细调查之后，他迅速出价收购了剩余的股权。

“我如何才能捞回多付的这 1 亿美元溢价呢？”他问道。“让我们来看看公司的实际情况吧！首先，这家公司拥有的一个养老金固定收益计划已经筹集了 8 000 万美元资金。其次，

① EVA 是思腾思特公司（Stern Stewart & Co.）的一个注册商标。

② 基于预期的绩效管理（EBM）是摩立特集团（Monitor Group）的一个注册商标。

它采用后进先出法核算存货,其中隐藏价值6 000万美元的利润。^①再次,它拥有卡农那不勒斯大部分的房产,这些都按原始成本进行计量(与现时价格相比显然被低估了)。最后,它还有100 000英亩一流的林地,这部分的账面价值同样被低估了。”这些数字简单加起来已轻松地高过1亿美元溢价。

但是,接下来他谈到:“这并不是我购买这家公司的原因,它们都是公开的信息并已被体现在股票价格之中了。”学生们感到非常诧异,但是默多克是正确的。在有效的市场中,相关的经济信息确实已经体现在股票价格之中。它包含了所有关于公司未来绩效预期的公共信息——我们称之为市场预期(market expectations)。

默多克接下来说:“现在让我来告诉你们为什么我要购买这家公司。首先,在我了解公司的过程中,我发现该公司120位高层管理人员全部都是家族成员——兄弟、姐妹、姑妈、叔伯、表亲、侄子、侄女,诸如此类。我用12名精挑细选的经理将他们全部替换。其次,车间过去每周轮6个班次。我降低产品价格,增加了市场份额,现在每周轮12班。”默多克的这些话很容易理解。他的两项措施将公司的管理费用削减了80%~90%,销售额也显著提高了,从而使得投入资本回报率(return on invested capital, ROIC)增长了近一倍,最终为他创造了超过1亿美元的收益。但是,无论家族原始股东还是其他接管公司都没有他这种预期。大卫·默多克之所以创造了更多的价值正是由于他知晓哪些信息已经体现在股票价格之中,避免为它二次买单。他懂得市场预期,也懂得管理层的预期。他的预期与那些管理者存在巨大差异,因此他能够利用这种差异从事套利活动。

基于预期的绩效管理

基于预期的绩效管理讨论的是绩效标准、绩效评价方法和绩效手段三者之间的相互联系。我们知道,当公司绩效超过市场预期时,股票价格将会上升。大卫·默多克收购卡农·密尔斯公司戏剧性地改变了它的预期绩效,并在最终出售公司时赚取了丰厚回报。在本书中稍后我们将讨论如何设置和修正预期值。现在让我们着眼于定义基于预期的绩效管理这个难题。

若一位首席执行官能制定出正确的绩效评价方法,公司的绩效将随之改善。但是什么才是“正确的”绩效评价方法呢?哪一种评价方法最接近“理想的”?如何运用它来提升绩效?这三个主题就是本书讨论的内容。

我们希望:无论对非上市公司的股东还是对上市公司的公众股东而言,绩效评价方法与为公司所有者(即股东)创造的财富具有最强的关联性。第1章对此作了详细论述,得出的结论是:若想通过提高股票价格来为股东创造财富,企业无论在短期还是长期,无论在利润表还是在资产负债表,以及日常经营的价值驱动因子上的实际表现都要超越预期。

1890年,阿尔弗雷德·马歇尔爵士(Sir Alfred Marshall)在《经济学原理》一书(第1卷142页)中解释了“经济利润”这个概念。它是指“他的(所有者或经营者的)利润扣除按现行利率计算的占用资本利息后的剩余部分……”。马歇尔爵士提到的经济利润等于会计利润减去资本成本。它要求投入资本回报率必须高于资本成本,这一概念将衡量盈利能力的视野从单单着眼于利润表延伸到资产负债表,也表明当两家公司盈利相同时,占用资本较少的那家公司对股东而言具有更高的价值。

我们承认经济利润是一个重要的且有用的概念(尤其是对作资本投资决策而言),但是它并没有完全反映现实情况,其原因在于股票价格的影响因素中还未包含预期这个因素。假

^① 采用后进先出法核算存货意味着:如果该公司将来加速销售,减少成本很低的旧有存货时,这些存货中隐藏的利润就会变现。

设两家公司拥有相同的经济利润，它们每 1 000 美元投入资本都能实现 20% 的回报率，且资本成本均为 10%，它们都应向董事会报告 $(20\% - 10\%) \times 1\,000 = 100$ （美元）的经济利润。再假设第一家公司预期要实现投入资本回报率 30%，而第二家公司预期要实现投入资本回报率 15%，则第一家公司的股票价格将会下跌，因为市场下调了对它的预期，而第二家公司的股票价格将会上涨，因为它的表现超越了预期。这个例子揭示了经济利润的主要缺陷——它没有考虑实际绩效与预期绩效的对比关系，因此不能解释股票价格的变动原因。

基于预期的绩效管理建立在对经济利润的预期发生改变的基础之上，它比其他评价方法更加完善。它与（市场调整后的）股东总回报的相关性比传统的评价方法，如每股净利、盈余增长率（二者不包含资产负债表信息，也不考虑预期影响）、经济利润和经济利润增长率（同样不考虑预期影响）高出一筹。

除基于预期的绩效管理外，所有的绩效评价方法都没有考虑预期因素。例如，经济增加值（EVA）等于资本回报与资本成本之差再乘以投入资本数额，这与经济利润的定义相同。正的经济增加值来自于良好的利润表和资产负债表管理，而经济增加值的增长需要多个期间的积累，但是经济增加值评价绩效时没有考虑预期。当一项交易的收益高于所占用资本的成本时，经济增加值便为正（这是一项客观方法）。比如，假设你的资本成本为 10%，上年收益率为 15% 而今年为 18%，占用资本为 10 亿美元（两年均相同），那么上年你的经济增加值为 5 000 万美元，而今年为 8 000 万美元。信奉经济增加值的学者们认为这个表现必然意味着你的股票价格将会上涨。如果我们告诉你，你的股东在这两年及长期内均预期你可以实现 20% 的投入资本回报率，那又会怎样呢？倘若如此，你将可能无法实现这一目标，更不用说超越股东的预期，而当股东下调这一预期时，股价会应声而落。

第 2 章利用数据在相同条件下比较盈余、盈余增长率、经济增加值、经济增加值增长率及基于预期的绩效管理，来看哪一种绩效评价方法实际上与（市场调整后的）股东总回报相关性最强。结果显示，基于预期的绩效管理对股东总回报的影响相当于其他绩效评价方法的 10 倍以上，这个结论已发表在权威学术刊物《会计研究评论》（The Review of Accounting Studies）上。

此外，我们还得出其他三个结论。第一，市场对长期盈余增长预期发生变化的反映比市场对下年度盈余预期发生变化的反映强 8~10 倍。第二，下年和长期盈余增长预期的变化，相对于本年盈余预期的变化而言，与股东回报率更显著相关。第三，噪音增加将导致股东回报率降低。

如何运用 EBM

在担任管理顾问的 25 年里，我们与首席执行官们一道花费了数百小时来反思这个问题：哪种绩效评价方法是最好的？如何运用它来运转一家公司？基于预期的绩效管理不是一种新事物，而是常识。我们将其定义为一个系统，这个系统由三种相互协调、相互联系的绩效评价方法和管理方式组成。我们已经证明，预期的改变相对于其他绩效评价方法而言，与实际股东总回报具有更强的逻辑和统计相关性。

一个简单例子可以说明基于预期的绩效管理与经济增加值在评价业务部门绩效时的基本差异。假设我们正在评价一家公司的两个业务部门，每一个部门都有持续、平稳的现金流。业务部门的价值简单地用预期现金流量除以资本成本（假设每年为 10%）来表示。表 1 中给出了例子中的相关数据。整个公司和公司的每一个业务部门都运转良好。

表 1 EVA 与 EBM 的比较（用数字举例）

业务部门	E_0 (ROIC) (%)	A_1 (ROIC) (%)	WACC (%)	I_0 (美元)	EVA (美元)	EBM (美元)
甲	20	15	10	1 000	50	-50
乙	15	20	10	1 000	100	50
公司合计	17.5	17.5	10	2 000	150	0

但是，公司价值是用它的预期税后营业净利除以资本成本来表示的。初始预期值在表 1 的 E_0 (ROIC) 列 (第 2 列) 表示。因此，公司的初始价值为 3 500 美元，即用 17.5% (预期 ROIC) 乘以 2 000 美元的投入资本 (等于 350 美元)，再除以 10% 的资本成本得到。

为确定期初到期末公司价值的变化，我们需要知道期末预期值是多少。为简化例子，我们假设投资者认为第 1 期的实际结果 A_1 (ROIC) 在未来将会保持不变。例如，他们将对甲业务部门的预期从 20% 下调为 15%，对乙业务部门的预期从 15% 上调至 20%，接下来，第 3 列 (表示第 1 期的实际结果) 成为新的预期。基于修订后的预期值，公司的年终价值还是 3 500 美元，即 17.5% 乘以 2 000 美元投入资本，再除以不变的 10% 的资本成本。可见，期初价值为 3 500 美元，期末价值仍然为 3 500 美元，股东财富并没有发生变化。

如果我们将经济增加值与基于预期的绩效管理相比较，就会看到公司整体的 EBM 为 0 (甲、乙两个业务部门预期值调整后差额相抵消)，这与我们刚刚计算的价值变化相一致。另一方面，公司的经济增加值为正 150 美元，由此推测公司价值应当增加。我们并没有看到增加！这是为什么呢？因为市场只对超越预期的绩效管理作出积极反应，但公司绩效未能成功超越预期。

让我们再总结一下，经济增加值和基于预期的绩效管理都包含了利润表和资产负债表的信息，并都与自由现金流量相结合。它们均可扩展至多个期间，但是经济增加值没有包含任何关于预期改变的信息，而正是预期改变影响了股票价格！因此，经济增加值与 (市场调整的) 股东总回报相关性不强也就不足为奇了。基于预期的绩效管理则与股东总回报高度相关，因为它建立在预期改变的基础之上。

改变思维模式

用预期来评价企业绩效与用资本成本来评价企业绩效相比要求在思维模式上做很大改变。当管理团队认识到预期的重要性时，他们将努力多了解情况以便更好地建立内部预期评价标准。他们更加注重“以投资者为导向”，因为他们相信良好的绩效意味着要了解和超越投资者的预期，这比追求高于资本成本的盈余更为重要。如果要我们描述使用基于预期的绩效管理和不使用基于预期的绩效管理的公司各自有什么行为特性，应该说使用基于预期的绩效管理的公司更为外向，且具有更佳的沟通力。他们根据投资者对他们的预期来制定绩效评价方法 (管理层很清楚预期是怎样产生和改变的)。

我的做法应当有什么改变？我的公司怎样运用 EBM？

有本书中的一章题目叫“欧洲人”，却很奇怪地专注于描述美国人的特质。书中称美国人对于新事物有着令人不可思议的崇拜。事实上，一种潮流、一种思想或一种战略必须是有新意的和有特色的，这是绝对必要的。对欧洲人而言，这种崇拜是非常奇怪的，几千年的历史使得他们相信新事物可能更好，也可能更坏，他们很少考虑革新。读者判断我们所说的是更新还是更好，只是看法不同的问题——但是如果你改变做法将会变得与众不同，你将：

认识到绩效和你的股票价格之间存在因果关系。业务部门的绩效不应当与资本成本相比较，而应当看实际绩效是否高于预期值。你的股票价格如同赛马一样，当你公司爆冷门时，押中你的公司的投资者将获利颇丰。押一匹被认为必胜的马，如果它最后得了第二名便赚不了多少；但当一匹事前被认为只是凑热闹的马赢得了比赛时，押它便可获得可观的回报。

使用两个门槛利率 (hurdle rate) (如果投资是为了提升你的股票价格的话) ——而不是一个。市场已经将对现有投入资本回报率的预期信息包含进了股票价格之中。维持性投资是用来将现有资本保持在预期收益水平的，因此必须至少达到预期投入资本回报率水平以支撑你的股票价格 (在成功企业，这个比率通常要高于资本成本)。维持性投资创造的收益如果低于预期投入资本回报率但高于资本成本，要好于根本不进行维持性投资，但是你的股票

价格将无法涨到足够弥补权益资本成本的水平。

新增投资（如收购）是非预期内的，只要它们具有竞争力使得收益水平高于资本成本，便会创造价值。

因此，要提升股票价格，就要使维持性投资赚取的收益高于市场预期投入资本回报率——这是第一个门槛利率，并使新增（非预期内的）投资获得高于资本成本的回报率——这是第二个门槛利率。

更好地与潜在投资者进行交流。管理层自己会设定预期值（如果他们选择这样做），为了解投资者对公司的长短期预期总比一无所知好。基于预期的绩效管理提供了强有力的证据来说明有关公司长期成长性的信息比有关本季度收入的信息要重要得多，还说明了与市场交流时噪音越多，股票价格将越低。

拥有更强的预算和计划性。预算的执行过程过去被喻为牙科手术：痛苦异常却收效甚微。但是，当你希望掌控业务部门的绩效表现时，基于预期的绩效管理要求你超越预期，而这些预期正是在预算和计划执行过程中建立起来的。这无疑是个主观的过程，因此需要公司各部门有积极性的、熟悉情况的管理者来共同参与执行。

将激励机制更好地与绩效评价挂钩。我们需要重新建立薪酬制度，来取代传统的工资和奖金的分配制度。我们将整个薪酬分解为预期内和预期外两部分，并将预期外部分定义为风险酬金。数据表明，美国企业（指公司总部设在美国的企业）首席执行官的平均风险酬金数额只占总报酬的17%。我们也建议：薪酬与绩效的关系应当与管理层“参与游戏”的程度（即持股情况）呈线性关系。

能够逆向设计你的股票价格以理解市场的预期值。在你的股票价格中包含了很多信息，通过逆向设计，即按照市场确定收入增长率、营业利润率、投入资本回报率、资本周转率和财务杠杆等指标预期值的思路反向操作，可以洞察出市场预期和你可实现绩效之间的差异。

EBM 的三个组成部分

图1列出了基于预期的绩效管理系统的三个组成部分，这三个部分有机地结合在一起形成了一个完整的管理视角。这里有一条“黄金线”贯穿其中，从日常经营由经营价值驱动因子控制，到年度绩效通过EBM计量，再到公司价值由未来不确定的预期改变情况所驱动。一种价值驱动因子（如每个销售人员的销售数量）引起的绩效提升（原则上）可以扩展至对相关业务部门EBM的影响，最终对整个企业价值产生影响。

EBM与现有的绩效评价方法不同的是，实际绩效必须超越预期才能为股东创造价值。这种标准主观性很强，要使这个标准正确设定，得花更多时间来制订计划和预算，改变公司的激励系统，倾听市场对于公司预期的声音，强调价值创造就是寻找超越预期的路径。

本书阅读导引

常言道：“细节决定成败”，但是细节却是痛苦和乏味的东西。如果想要有卓越的表现，请阅读第1章，这一章比较了不同的绩效评价方法并讨论了它们的缺陷，你目前使用的绩效评价方法也无疑可以在其中找到。第2章只需阅读前四部分，它们概括了剩余部分的内容，再跳到第3、4、6章，这几章讨论了如何明智地作资本支出决策。接下来到第8章（外部沟通）和第9章（激励机制设计）。

如果你的人生哲学是“一不做二不休”，那么这本书就是一本很好的读物。第2章提供了无可辩驳的证据来证明基于预期的绩效管理与股东回报率之间存在很强的关联性。第5章讨论了加权平均资本成本。第10章讨论了训练和实施问题。第11章讲述投资者的视角。第12章对与基于预期的绩效管理有竞争关系的其他价值管理体系作了比较分析。第13章讨论了公共政策的含义。

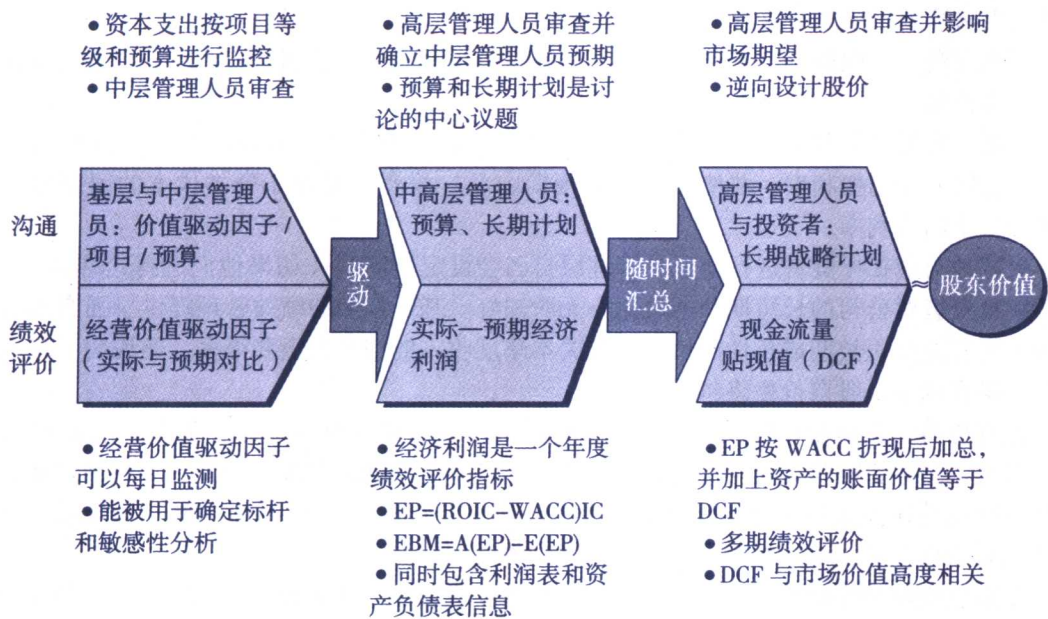


图1 EBM 系统的三个组成部分

目 录



第一部分 绩效评价

第 1 章 正确的目标、战略和评价方法	3
1.1 为什么说绩效评价是重中之重?	5
1.2 常用绩效评价方法及其缺陷	5
1.3 基于预期的绩效管理	10
1.4 揭开谜底	14
1.5 EBM 系统	15
1.6 逐一点评	16
1.7 新内容与老内容	17
1.8 小结——本书为谁而写?	19

第 2 章 预期很重要：一些论据	20
2.1 为什么 EBM 与股东回报率的关系更紧密?	20
2.2 研究结论总结	22
2.3 相关研究综述	22
2.4 EBM 对管理理念的启示	23
2.5 我们试图说明什么?	25
2.6 对传统（但不完善的）绩效评价指标的检验	26
2.7 考虑盈余预期改变后的检验结论	27
2.8 3~5 年盈余增长率是长期盈余的代理变量	30
2.9 WACC 和 CAPEX 预期改变的额外效应	31
2.10 噪音的影响	32
2.11 小结	34

第二部分 管理内涵

第 3 章 现有业务的管理	37
3.1 业务部门绩效的评价	37
3.2 分配投资资本的决策规则	39
3.3 基于预期的资本预算程序	47
3.4 你可以战胜预期吗?	50
3.5 价值驱动因子	52
3.6 计划与预算	54

	3.7 小结	57
第4章	新增投资与业务多元化决策	59
	4.1 DCF 与剩余收益估值的比较研究	60
	4.2 新增投资	61
	4.3 对业务多元化的分析	62
	4.4 EBM 与并购计划	66
	4.5 撤资收缩	67
	4.6 新增投资何时纳入预期?	70
	4.7 实物期权与 EBM	72
	4.8 小结	79
第5章	关于加权平均资本成本	81
	5.1 引言	81
	5.2 加权平均资本成本是否重要?	81
	5.3 预期与加权平均资本成本的计算	82
	5.4 投资还是收获——加权平均资本成本的重要性与不确定性的范围	89
	5.5 快速还是缓慢增长——加权平均资本成本的重要性及如何调整绩效评价模型	91
	5.6 业务部门层面的加权平均资本成本	92
	5.7 预期与资本结构	94
	5.8 小结	96
第6章	资本效率	97
	6.1 永久性砍掉资本支出的 10% ~ 25%	97
	6.2 资本预算体系失控的七大症状	99
	6.3 资本效率低下的七大药方	101
	6.4 提高资本效率的方法	106
	6.5 小结	107
第7章	公司价值的逆向设计	108
	7.1 分析师的预期带有倾向性——你该如何做?	108
	7.2 逆向设计股票价格的程序	109
	7.3 一个案例: Home Depot 公司和 Lowe's 公司	110
	7.4 如何应对预期上的差异?	117
	7.5 小结	117
	附录: 逆向设计股价的小窍门	118
第8章	投资者关系	119
	8.1 投资者关系	119
	8.2 筛选信息: 信号噪音比	121
	8.3 当管理层确信公司股票的定价有误时, 他们能够运用什么样的信号?	122

第三部分 其他观点

8.4	利用明显的股价偏离带给股东收益	125
8.5	噪音	125
8.6	外部沟通案例研究	127
8.7	关于外部沟通的其他观点	134
8.8	EBM 方法与投资者关系	136
8.9	小结	139
第9章	激励机制设计	141
9.1	激励机制设计的核心：委托—代理问题	141
9.2	委托人财富与代理人绩效间的 微弱相关性	146
9.3	多期间问题——预算只是一个说谎的 借口吗？	147
9.4	工资和奖金——风险薪酬	150
9.5	绝对绩效还是相对绩效？	152
9.6	应该在业务部门的激励目标中考虑 商誉吗？	155
9.7	生产一线管理者和员工的薪酬	155
9.8	中层管理者激励	156
9.9	对计时工人的激励	158
9.10	小结	159
第10章	EBM 系统的实施	160
10.1	EBM 系统的三个组成部分	160
10.2	指导原则	163
10.3	EBM 与战略	164
10.4	实施 EBM 的步骤	166
10.5	实施 EBM 后的变化	168
10.6	运用价值驱动因子的艺术	171
10.7	针对小型公司和家族式企业的 EBM	177
10.8	小结	177
第11章	投资者关系：理解投资者的视角	181
11.1	第一项原则——超越预期并不容易	181
11.2	第二项原则——向市场学习	186
11.3	第三项原则——像现有投资者一样 倾听潜在投资者的声音：委托人效应	189
11.4	小结	191
第12章	与价值管理体系相比较	192
12.1	一般原理	192
12.2	三种相互竞争的 VBM 体系	193
12.3	追逐最高的 R^2 值	195
12.4	调整通货膨胀因素	198
12.5	对公认会计原则会计数字的调整	202

	12.6 平衡计分卡	202
	12.7 对四种 VBM 方法的比较	204
	12.8 小结	206
第 13 章	预期、噪音与公共政策	207
	13.1 信息的市场均衡	207
	13.2 执行成本与投资者价值的 对比事例	209
	13.3 对公平披露法令的思考	213
	13.4 萨班斯—奥克斯利法案	213
	13.5 修订的 8-K 表披露要求	215
	13.6 对当前披露规则的简单改进	216
	13.7 谁应该研究证券?	218
	13.8 政府的 EBM	219
	13.9 预期、噪音和宏观经济政策	220
	13.10 小结	221
第 14 章	总结和结论	222
	14.1 已被释疑的问题	222
	14.2 基于预期的绩效管理方法的 基本原理	224
	14.3 持怀疑态度的人会说些什么?	225
	14.4 确保 EBM 的实施能够创造价值	226
	14.5 结束语	227
	参考文献	228